



TITLE:

# グローバリゼーションとIMF政策

AUTHOR(S):

山村, 智子

---

CITATION:

山村, 智子. グローバリゼーションとIMF政策. 岩本ゼミナール機関誌  
2003, 7: 71-83

ISSUE DATE:

2003-03-25

URL:

<http://hdl.handle.net/2433/56916>

RIGHT:

# グローバリゼーションと IMF 政策

京都大学経済学部岩本ゼミ 8 期生 山村智子

目次	I はじめに
	II ワシントン・コンセンサス
	III アジア通貨危機
	IV 流動性供与の有効性
	V プロサイクリカリティーの問題
	VI おわりに

## 要約

2002 年、スティグリッツが『世界を不幸にしたグローバリゼーション』という本を出版し、IMF の行う政策に対して厳しい批判を行った。これに対し、IMF 側からはロゴフ主任研究局長が主にウェブサイト上で反論し、議論が白熱している。ここではその論点を整理し、必要とされている改革について検討する。

## I. はじめに

“グローバリゼーション”という現象は、近年その負の面が叫ばれるようになり、いったい世界に利益をもたらすのか、それともマイナスの面のほうが大きいのかという疑問がわいてくる。1944 年のブレトンウッズ協定により、為替の安定、国際貿易の均衡の取れた増大をはかり、加盟国の所得を増やすために IMF が、途上国の開発を目的として世界銀行が創設された。にもかかわらず、世界の貧困は増大する一方であり、世界銀行によると、現在、全人口のうち 5 人に 1 人が一日 1 ドル未満の生活を送っており、2 ドル未満の生活を送っている人は 2 人に 1 人という計算になる。

IMF などの国際機関にたいする批判は多く寄せられているが、2002 年、ノーベル賞経済学者、ジョセフ・スティグリッツも “Globalization and Its Discontents” (『世界を不幸にしたグローバリゼーション』) とい

う本で痛烈に IMF をはじめとする国際機関の体制と政策を批判した。これに対し、IMF のチーフ・エコノミストのケネス・ロゴフは、IMF のウェブサイト上でスティグリッツに対して公開質問状を突きつけ、様々な点について反論している。議論は白熱しており、反響を呼んでいるが、決着がつく様子は未だ見えない。ここでは論点となっている問題を整理しようと思う。

## II. ワシントン・コンセンサス

IMF 批判の中心となっている「ワシントン・コンセンサス」とは、1989 年 11 月にワシントン DC で開催された IIE (国際経済研究所) 主催ラテンアメリカ会議で、ジョン・ウィリアムスンが提起したものである。ここで言う「ワシントン」とは、米国政府とその各省庁および議会、ワシントンに本部を置く IMF、世界銀行、IDB (米

州開発銀行)などの国際機関、IIE やブルッキングズ研究所、ヘリテッジ研究所などのシンクタンクなどの政策形成にかかわるネットワークを指している。1980年代のラテンアメリカ危機に対するIMF 総需要抑制政策、世界銀行の構造調整政策が功を奏さなかったという経験から生まれたイデオロギーである。中心となっている考え方は、政府の市場への介入を最小限にとどめる「小さな政府」と、金融・貿易の自由化、国営企業の民営化、規制の撤廃などであり、当初、1980年代の「失われた10年」に終止符を打った有効な政策とされたが、この政策は不完全であり、現在では問題点が指摘されている。

スティグリッツのワシントン・コンセンサス批判(スティグリッツ、1998)では、まずインフレーションの捕らえ方の間違いを指摘している。スティグリッツによると、IMFの政策は、3つの前提に基づいている。第一は、インフレは大きな損害をもたらすもので、取り除くか、低く抑えるべきであるというもの。第二は、一度インフレが起ると、それはコントロールできないほど加速する傾向があるということ。この前提によって、生産や失業に対する逆効果をさしおいても、インフレを抑制しようとする政策が生まれる。第三は、インフレが進むと、元に戻すには多くの犠牲を払わねばならないということ。スティグリッツは、これら3つの前提は誤りであり、すべて経験で証明できるとしている。

スティグリッツは、インフレが40%を超えると国はスタグフレーションに陥るが、インフレ率がそれ以下の場合は、インフレがそれほど有害なものであるという証拠は

ないし、低いインフレは全くインフレがない場合に比べて、生産性を上昇させることすらあるとしている。この見解は、ジョン・ウィリアムスンも支持しているが、彼はスティグリッツはインフレに対して寛容すぎると言っており、4%が問題のないインフレの上限としている。(ウィリアムスン、2002)

これらのワシントン・コンセンサスに対する批判は、次に述べるアジア危機への対処法をめぐる議論においても、中心的な役割を果たしている。

### III. アジア通貨危機

ここでは、IMFの危機対策が疑問視されるきっかけとなった、アジア危機について、その原因や実際に処方された政策を検討する。

#### 1. IMFの危機対策

1997年にタイ・バーツが暴落したことに始まるアジア危機は、被害の中心となったタイ・韓国・インドネシアのみならず、広範な地域に深刻な経済的ダメージを与え、その影響はラテンアメリカにまで及んだ。

この危機に対する処方箋として、IMFは主に3つの政策を掲げた。金融支援、マクロ経済政策、構造改革である。IMFは為替相場を維持させるため、金融支援としてタイに総額40億ドル、韓国に210億ドル、インドネシアには100億ドルの融資を行った(毛利、2001)。そしてこの融資と引き換えに課された条件が、マクロ経済安定化政策、金融セクター改革、公的セクターの効率化・民営化、行政改革などの構造改革であった。1997年の時点でIMFが打ち出した構造改革の内容は、次のとおりであ

る (IMF, 1997)。

- ①為替レート下落とインフレーションを防ぐための一時的な緊縮財政と金利の引き上げ
- ②危機の主な原因となった金融システムの脆弱性の改善
- ③独占、貿易障壁、経営の不透明性など、経済成長の障害となってきた東アジア経済の特徴の改善
- ④引き続きまたは再度、外部から資金を得るための援助
- ⑤社会セーフティ・ネットの拡充

これらの政策を見て分かるように、IMF は当初アジア危機の原因はマクロ経済の基盤自体に問題があるためと考えた。その原因は、政府主導の債務や、政治とビジネスの結びつきであるクローニーキャピタリズムにあるとされ、政治そのものに問題があるとされた。その結果、各国は緊急の経済安定化と、本体は中・長期的に行うべきである構造改革との二つの課題を同時に追求することを迫られ、結果として企業・金融機関の倒産の増大、失業の拡大、信用収縮、景気の長期低迷を余儀なくされた (毛利、2001)。結果として、IMF のプログラムは失敗したのである。

これに対し、IMF には世界中からさまざまな批判が寄せられたが、ここでは主にスティグリッツの批判をとりあげる。(スティグリッツ、1998,2002)

## 2. 危機の原因に対する認識の違い

スティグリッツによると、東アジアの過去30年間の奇跡的な成長は、ほとんどIMF・世界銀行の進めるワシントン・コンセンサスに従わないで達成された。各国政

府の経済成長戦略のなかで、ワシントン・コンセンサスと共通していたのは、マクロ安定の重要性だけであった。ワシントン・コンセンサスでは政府の役割を最小限に抑えることが強調されたのに対して、東アジアでは政府が市場の形成と管理を助けていた。貿易を重視していたのは同様であったが、力点が置かれたのは輸出の促進であって、ワシントン・コンセンサスのように輸入の障害を取り除くことではなかった。貿易の自由化は、輸出産業に新たな雇用が生まれるのに応じて徐々に進められた。東アジア諸国は、金融市場と資本市場の自由化を急がず、ゆっくりと進めた。政府は、自国と先進国との間の所得格差を埋めるためには知識や技術の格差を埋める必要があると考え、そのための教育政策と投資政策を立案した。ワシントン・コンセンサスでは考慮されていなかった社会的不平等の削除についても、東アジアの政府は貧困を減らし、不平等を削減しようと積極的に働いた。

スティグリッツによると、IMF は、東アジアに危機が起こったのは、ワシントン・コンセンサスに従わずに成長してきたからだといわんばかりに、危機からの回復のためには、腐敗した政治を建て直し、金融システムの全面的な構造改革が必要だとした。しかし、実際には過去20年順調に成長をとげてきた国々の政治は健全で、マクロ経済も安定していた。スティグリッツによると、東アジア危機の原因となったのは、IMF やアメリカ財務相が進めた急速な資本の自由化による大量のホット・マネーの流入である。投資家は東アジアやラテンアメリカをハイリターン・ローリスクの新しい市場とみなし、民間資本の流入は、7年間で7

倍に膨れ上がった。内外の無数の投資家がこれらの資金を一気に引き上げたために混乱が起こり、このような投資家心理の急激な変化に耐えられる国はなかったであろうとしている。先進国ならともかく、発展途上国においては、このような資本の大量の流入から大量の流出への逆転に耐えられる力はなく、また過去30年間、大きな経済後退が一度もなかったことを考えれば、失業保険などのセーフティ・ネットを準備していなかったことも責められないとしている。

このように、スティグリッツは、東アジア危機の原因は、政府が市場に介入しすぎたことではなく、むしろ一部の分野—金融規制や企業統治—においてその重要性に気づかず、介入しなさ過ぎたことにあるとしている。

### 3. IMFの処方箋についての批判

IMFの危機に対する処方箋で、スティグリッツがもっとも重要な過ちとするのは、その金融政策である。IMFはアジア危機の前に80年代のラテンアメリカの危機に対処していた。この危機は、政府の浪費とゆるすぎた金融政策が巨額の赤字と深刻なインフレにつながって生じたものであるが、東アジアの危機はこれとは全く性格が異なっていた。スティグリッツによると、第一に、ラテンアメリカのような深刻なインフレ環境では、過剰な需要を抑えることが重要になるが、東アジア危機の場合は景気後退なのだから、不十分な需要が問題であった。だからIMFが打ち出した緊縮財政は、問題を悪化させるだけであり、総需要の刺激こそが求められていた政策である。第二

に、IMFは金利の引き上げを命じたが、アジア危機のように債務が大きいときに高い金利得を課されれば、たとえ短期間であれ、多くの会社にとって、そして経済全体にとっても、それは死を宣告されるのに等しい。スティグリッツは、危機の最中に金利を引き上げることは、銀行や企業の倒産をますます増やし、状況をさらに悪化させることにしかならないとしている。

#### ① 金利の引き上げと拡大的な金融政策

では、東アジア危機に際してもっとも適切な処方箋は何だったのだろうか。スティグリッツは、深刻な経済の下降に直面している国は、総需要を刺激する、つまり税金を減らし、支出を増やし、金融を緩和する必要があるとしている。そして経済を完全雇用状態に維持し、できるだけ長期的な成長を促すことが必要であると主張している。金融の再構築のために最も重要なことは、「金融の流れを維持する」ことであり、対外債務の返済を一時停止させる必要があるとしている。金融の流れを維持するには、現存する機関の再構築に力を入れ、企業の再構築には、経営難の迅速な解決のためにも、特別な破産条項を設けることが必要であるとしている。

しかし、IMFのように緊縮財政を打ち出し、金利の引き上げをせまった場合、事態はさらに悪くなる。IMFはこの政策に対する説明として、国が金利を引き上げれば、投資の対象としての魅力が増して、その国に資本が流入し、この資本の流入は為替相場を支えることになるから、通貨が安定する、と説明しているが、スティグリッツは韓国を例に挙げて、危機が始まったのは外国銀行が短期融資の支払い繰り延べに応じ

なかったからであり、繰り延べに応じなかったのは企業の債務返済能力に疑いを抱いたからである。企業が破産して債務不履行になるのを外国銀行は恐れたのであり、この破産という概念は IMF の政策の中にはなく、そこが致命的なまちがいでとしている。東アジアの多くの会社は負債資本率が非常に高く、金利の引き上げに影響されやすいのにもかかわらず、IMF が異常な高さにまで金利を引き上げたので、たちまち多くの会社が破産に追い込まれた。債務不履行によってもともと弱い銀行がさらに弱くなり、企業や金融部門も行き詰ると、経済は下降の一步をたどった。信頼を回復できない東アジアは、資本の逃避を招くことになる。こうして、金利が上がればあがるほど、景気は悪くなり、資本が逆に国外に流出していった。

#### ＜マレーシアの成功例＞

IMF の危機対策に従わずに経済を回復させたとして注目されるのが、マレーシアである。1997年の危機の初期、IMF はマレーシアの銀行が弱いレベルにあると発表した。スティグリッツによると、マレーシアの銀行システムはきわめて強靱であった。マレーシア中央銀行は、外国為替の不安定性を認識し、銀行や企業に対し、外国からの借金に強い規制を設けていたからである。マレーシア首相は、IMF のすすめる金利の引き上げと支出の増大という政策をとらず、経済成長よりも金融市場の安定など、長期的な成長基盤を強化することに重点をおく政策を取った。そして1998年1月には短期資本取引規制を行った。資本取引規制内容の要点は、次の4点である。

①非居住者リンギット勘定への規制の強化

②貿易決済のリンギット使用の禁止

③非居住者によるマレーシア証券の短期的な売買への規制強化

④1ドル＝3.8リンギットの固定為替相場制導入（毛利、2000）

①と②は非居住者のリンギット残高規制であり、非居住者による為替投機の芽を摘むことをねらっている。③の短期資金流入規制は、事後的流出規制に力点がある。貿易決済など經常取引意外の目的での海外への支払いは当局の認可が必要になった。また、有価証券などのリンギット建て国内資産の売却代金は、最低一年は国内にとどめることで、短資の急激な流出や株価の暴落を防ぐことができる。そして、資本規制によって内外市場を分断したうえで、④の固定相場制導入により通貨価値を安定させれば、市場を動揺させることなく景気浮揚政策を実施できる。

結果は良好で、規制を実施して一年後、状態が安定すると、マレーシアは資本取引規制を撤廃した。スティグリッツは、東アジア諸国の中でマレーシアが危機からいち早く回復したのも、下降が浅くてすんだのも、この資本取引規制をしたからこそだと考えている。規制なしでは、金利を低く抑えることはできなかっただろうとしている。金利を低く抑えると、破産する会社は少なくなり、したがって公的資金投入も少なくなり、財政赤字も少なくて済むのである。

#### ② IMF の融資とモラル・ハザード

IMF が東アジア諸国に対して行った巨額の資金援助は、通貨の信認を取り戻すためであった。しかし、各国はこの資金で、欧米の銀行から借金していた国内企業に借金返済をさせたので、結局、欧米の債権者の

被害を抑える目的で使われてしまった。この救済を繰り返すことにより、債権者はIMFの救済措置をあてにできるようになり、借り手が返済可能かどうか確かめようとしなくなるという、モラル・ハザードの問題が生じる。また、貸し手はIMFの救済措置を見込んで、過度のリスクを背負うように借り手にすすめる。よって、東アジア危機の一因となった投資の過熱は、そもそもIMFの政策によるものだとしている。

また、IMFの融資を為替相場の維持に使ったとしても、その効果は一時的なもので、今度は国内の富裕層がこの機会を利用し、有利な為替相場になったときに自分の資金をドルに換え、外国に流してしまった。この問題は、1998年の危機でIMFの融資を受けたロシアにも起こったのである。よって、IMFの融資は、本当に必要とされるところには行き渡らなかった。

#### 4. IMFの反論

##### ①金利の引き上げと緊縮財政について

1998年10月の『エコノミスト』で、当時のIMF第一副専務理事のスタンレー・フィッシャーは危機に対するIMFの政策について、次のように述べている。

タイ・インドネシア・韓国におけるIMFのプログラムでは、通貨を安定させるために金利を一時的に引き上げねばならなかった。一時的な高金利を批判した人々は、低金利によるいっそうの通貨下落が、ドル建て債務の負担を重くする点を見落としている。そして高金利がもたらした負担が一時的だったのに対し、大幅な切り下げによって生じた負担は、永続的だったかもしれない。IMFのプログラムが成果を挙げなかつ

た理由としては、第一に当該国政府がこれらのプログラムを実行するのに乗り気でなかったということと、第二に日本の景気後退によって経済の外部環境が悪化したということがあげられる。

また、ロゴフは2003年1月のIMF資料で、IMFに助けを求めにくる国家は差し迫った財政危機に直面しており、増税、支出の削減、金利の引き上げを通じて、生産に対する国内支出の割合を減らすしか方法がない状態である。IMFは、そうした国家に対して融資を行い、通貨の安定を図って、むしろ緊縮財政を和らげる政策をとっているのであり、IMFを緊縮財政の押し付けで責めるのは間違いであると断っている。その上で、拡大財政の是非については、すでに1980年代のレーガンの減税が財政赤字の拡大に終わったのと同じように、もし通貨危機時に拡張的な財政政策を採ってさらに借金を増やしても、資本家は資金を提供するわけがなく、経済が立ち直ることはないと主張している。そして、投資家は普通、債務不履行の危険があるときは、そのリスクを相殺するために高い金利を求めるし、自国の通貨価値が下がったときは、普通国民は自国通貨建て債務が受け入れられるように、高い金利を要求するので、債務危機が起こると金利が上昇するのは自然な現象だとしている。ただ、問題はどの程度まで金利の上昇を許すかということであり、高すぎる金利は銀行などの破産を招くし、金利が低すぎても為替レートが急落して破産が横行するとしている。だから、一概に拡大的な財政政策や低金利のような政策がいいと決め付けることはできないし、一時的に金利を引き上げてできるだけ速やか

にもとのレベルまで下げるといような、短期と長期のバランスを考えて政策を行うべきだといっている。

2000年のIMFのアジア危機に対する見解では、IMF政策がうまくいかなかった理由として、①当該国政府が政策の施行に対して乗り気でなく、また不安定な政治のせいで政策が実行されなかった ②短期負債の額に対して準備金が著しく不足しており、投資家もこのことを知っています投資を控えた ③特に韓国とインドネシアにおいて、当初予定されていた公式融資が結局支出されることはなかった という主な3つの理由を挙げている。

#### ②モラル・ハザードについて

IMFの救済政策が、無神経な貸付を誘発するというモラル・ハザードの問題については、IMFはその正当性を認めているが、現実にはどちらともつかないと主張している。投資家は途上国への投資ではアジア危機などを通じて相当な損害をこうむっているのも、もしIMFによる救済がなければ、途上国への投資は途切れてしまうだろうし、危機のさなかにある途上国に全額支払を命じるのは非生産的であるとしている。しかも、現実には、ほとんどの国が期限より遅れてでも、全額を利子付きで返済しているという事実を指摘し、厳密には救済は成り立っていないのではと指摘している。しかし、モラル・ハザードの問題は無視できない重要な問題だとしている。

#### ③資本の自由化について

スティグリッツは、そもそもアジア危機を引き起こした原因として、IMF指導の下での急激な資本の自由化をあげていたが、IMFはこれについては一部、非を認めてい

るようである。メキシコや韓国のケースについて、国内の金融市場や金融規制が整う前に、資本市場を開放する危険性について、十分警告していなかったとしている(ロゴフ,2003)。しかし、資本の自由化は、国家にとって大きなメリットをもたらすものであり、どんな国も最終的には自由化を目指しており、国際的な投資は活用されるべきであると強調している。そして、資本の規制については、一時的な規制のつもりでも、政治や予算の圧力で、それが常時の規制になってしまいがちなので、慎重になるべきだとの見方を示している。

#### IV. 流動性供与の有効性

スティグリッツがIMFの政策に対して主張しているのは、流動性を保ち、拡大的な税制政策で需要を刺激することである。ここでは、この流動性供与の有効性について検討する。スティグリッツによると、東アジア危機はファンダメンタルズが原因なのではなく、一時的な流動性の枯渇が原因なので、まず金融の流れを維持することが大切だったといっている。これはつまり、東アジア諸国では、債務返済能力はあっても、一時的な流動性の枯渇が生じていたということになる。

日本銀行の資料で、服部正純(2002)は、Chui, Gai, and Haldaneの理論を参考にし、このような状態がありえることを理論的に説明している。以下にこの理論を整理する。

経済には、3時点(時点0, 1, 2)が存在し、割引率は無視できるとする。ある国は、時点0において生産入用できる資産 $E$ を持っているとする。この国は生産水準



を高めるために海外投資家から資金の借入れを行う。 $n$ 人の海外投資家が存在し、一人当たり $L$ 、総額 $nL$ の貸付をこの国に行う。国は時点2に金利 $r$ を付して $L(1+r)$ を海外投資家に返済する約束をしている。海外投資家は中間時点の時点1において、時点0に「貸し付けた資金を回収することが可能である。ここで $\lambda(0 \leq \lambda \leq 1)$ は、時点1で資金回収を行う海外投資家の数の全海外投資家( $n$ 人)に占める比率を表すものとする。

各海外投資家のペイオフは、自分の行動と資金借入国の行動に左右され、図表1に要約することができる。

資金借入国がもつ生産技術は、時点0で利用される資金に定数 $\theta$ を乗じた生産量を算出するとする。この生産技術は時点0より資金を必要とするものの、時点2までは生産物を算出しない、つまり「建設まで時間がかかる」との仮定をおく。仮に、時点1で資金が回収された場合は、生産水準が低下する。その効果の大きさはパラメータ $k$ で表されるとし、総額 $k\lambda nL$ の生産量の低下が発生する。

こうした条件のもとで、国が時点2において借入金の返済にあてることのできる資金は以下の式により求めることができる。

$$\theta(E + nL) - k\lambda nL$$

一方、時点2での返済必要金額は、時点1で資金回収を行わなかった投資家からの借入金に金利を付加した金額なので、

$$(1 - \lambda)nL(1 + r)$$

と表現できる。

よって、時点2において、国が債務を返却することができる条件は、

$$\theta(E + nL) - k\lambda nL \geq (1 - \lambda)nL(1 + r)$$

となる。これはある国が債務返済可能である条件について、生産関数の生産性 $\theta$ （ファンダメンタルズ）と中間地点での流動性の枯渇の程度を表す $\lambda$ との関係を表している。

ここで、海外投資家にとって、時点2まで貸し付けることが必ず最適行動となる $\theta$ の水準を求める。上記の債務返済能力条件を等式に変えて、 $\lambda = 1$ 、すなわち、すべての海外投資家が時点1で貸付金の回収を行う場合の $\theta$ を $\bar{\theta}$ とすると、

$$\bar{\theta} = \frac{knL}{E + nL}$$

逆に、時点1で貸付金を回収すること最適行動となる $\theta$ の水準は、 $\lambda = 0$ 、すなわち、すべての投資家が時点1で資金回収を行わない場合の $\theta$ 、 $\underline{\theta}$ で表される。

$$\underline{\theta} = \frac{(1 + r)nL}{E + nL}$$

仮に、 $\theta > \bar{\theta}$ ならば、この国のファンダメンタルズは、ほとんどすべての対外借入金が時点1で回収されたとしても、時点2に残る対外債務を返済するだけの生産量を産出することができる。よって、借入国がデフォルトすることはない。この場合、投資家は、他の投資家がどのような行動を採ろうとも、時点2まで資金を据え置くことが最適行動となる（ $L < L(1 + r)$ ）。逆に、 $\theta < \underline{\theta}$ ならば、ファンダメンタルズはきわめて弱く、仮にすべての投資家が資金を時点2まで据え置いたとしても、必ずデフォルトが発生するので、投資家は他の投資家がどのような行動を採ろうとも、資金を時点1で回収することが最適行動となる（ $L > 0$ ）。

図表1 投資家のペイオフ

	資金回収時点	資金借入国のアクション	
		返済	デフォルト
海外投資家の アクション	時点1	$L$	$L$
	時点2	$L(1+r)$	0

服部正純 日本銀行 2002『通貨危機への対応策としての流動性供給の意義について—最近の理論および実証研究からのインプリケーション』

問題は  $\theta < \bar{\theta} < \bar{\theta}$  の場合、すなわちファンダメンタルズが極端に強くも弱くもない状況で、この場合、投資家の最適行動は  $\lambda$  の大きさに依存する。時点1で他の多くの投資家が資金を回収する場合、すなわち  $\lambda$  が大きな値の場合、時点2でのデフォルトが発生しやすいので、自分も貸付金を回収することが最適行動となる。逆に、 $\lambda$  が小さい値のときは、デフォルトは発生しにくいので、貸付金を時点2まで据え置くことが最適行動となる。つまり、この場合、他の投資家がどのような行動を採るかによって、最適行動が左右される。

この状況は、仮に海外投資家が貸付金を据え置いてくれたならば借入国は債務返済が可能であるにもかかわらず、一時的な流動性枯渇が発生する可能性がある状況である。

したがって、このような状況においては、スティグリッツの主張する「金融の流れを維持する」、つまり流動性の供与が効果的な政策であると考えられる。そうすると、危機に陥った国のファンダメンタルズ  $\theta$  がどんな値であるかという判断が重要になってくる。既述のマレーシアの例では、IMFはマレーシアのファンダメンタルズが非常に弱いと判断して流動性供与を行わなかった

が、実際は一時的な流動性の枯渇に陥っていたと見るのが妥当であろう。よって、ファンダメンタルズの状態を正しく判断するための調査次第で流動性を供与する政策の有効性が決まるといってよいだろう。

## V. プロサイクリカリティーの問題

これまで、主にスティグリッツとIMFの、危機対策に関する議論の整理を行ってきたが、スティグリッツの指摘している金利の引き上げと緊縮財政の問題について、根本的な問題が、経済の周期性に関する問題である。

アジア危機が悪化した原因の一つは、企業や銀行が、流動性が必要なときに資金の貸付を得られなかったことにある。自国の通貨の信用が下がり、リスク・ウェイトがどんどん高くなり、それを見た投資家がますます資金提供をしなくなるという悪循環が見られた。この問題は近年、プロサイクリカリティーの問題として、信用格付け機関等のあり方など、よりリスクに感応的な銀行システムを求めて、BIS規制が見直されている。

景気の良いときは緊縮財政をとり、反対に悪いときは拡大財政で需要を刺激して、景気の波を小さくするというケインズ主義的な政策をカウンターサイクリカル

(countercyclical) な政策といい、これに対してその逆の効果、つまり景気の波をより激しくさせるような政策をプロサイクリカル (procyclical) な政策という。スティグリッツが通貨危機時に最適な政策だと主張している、拡大的な財政政策や完全雇用の維持はケインズのカウンターサイクリカルな政策で、IMF が採った、(一時的な)緊縮財政や金利の引き上げは、その結果生じた経済への逆効果を考えると、プロサイクリカルな政策であるといえる。

ロゴフ (2003) によると、IMF は低金利、財政支出拡大、もしくは減税といったカウンターサイクリカルな政策の効果を認め、奨励したこともあるが、実際には、発展途上国市場においては、景気が悪化しているときは新たな借入れを行うのは非常に難しく、不景気を乗り切るためには緊縮財政をとるしか方法がない状態であるといっている。

では、政策がプロサイクリカルになってしまう原因とは何なのだろうか。近年、BIS 規制が景気後退を促進させる要因であるとの批判がでている。BIS 規制とは、1988 年のバーゼル合意によって定められた国際的に活動する民間銀行が達成しなければならない規制で、貸し出しなどの資産に対する自己資本の比率を 8% 以上に保たなければならないというものである。この BIS 規制によって、銀行が景気後退期に貸し出しを急激に減らさざるを得ないため、ますます経済が悪化するという見方である。国際決済銀行 (BIS) のターナー (2000) は、この問題について次のように分析している。

プロサイクリカリティの問題は、複数の要素に分けられるが、そのうちの一つは、

資本規制強化のタイミングである。普通は、危機のあと、銀行の貸付が削減される頃に規制強化が行われる。しかし、マクロ経済の状態が悪いときに規制を行うと、急激な債権の悪化が起こり、借り手の信用が著しく損なわれる危険がある。急激な資本規制の結果、急に膨大な量の損害が認められると、銀行の資本が全滅し、国が引き継いで、新しい公的資本の投入が行われる。しかし、危機に影響されにくい国家機関が十分整っていない途上国では、銀行を民間に任せておいたほうが必要な構造改革を行える場合が多い。よって、資本規制は急激にではなく、段階的に行われるのが望ましい。

第二の問題は、国際的な銀行間の取引において、発展途上国への貸し出しにおいては、短期資本のほうが長期資本に比べてリスクが少ないということである。これは、個々の銀行について考えると、短期で資本を貸し出すほうが利にかなっているということである。しかし、もし全部の銀行が途上国にたいして短期資本の貸し出しを行うと、急激な資本逃避が起こった場合、借り手は流動性不足に陥り、債務不履行の危険性があることになる。つまり、ミクロのレベルでの最適行動が、マクロのレベルでは逆に危険性が高い行動になってしまうという矛盾が生じるのである。

第三の問題は、BIS 規制そのもののあり方である。経済が悪化すると、貸し出しによる損害が大きくなり、BIS 規制を満たすためには、銀行は新たな資本を獲得するか、貸し出しを減らすかのどちらかの方法をとらざるを得なくなる。そして景気後退期において新たな資本を獲得するのは非常に困難なため、貸し出しを減らすことになるの

図表2 途上国におけるリスク・ウェイトの移り変わり

信用格付け	リスク・ウェイト	1997～1999 の 間不変	97年6月	98年6月	99年12月
AAA ～ AA-	0%	シンガポール 台湾	韓国		
A+ ～ A-	20%	チリ チェコ共和国 香港	マレーシア タイ	マレーシア	
BBB+ ～ BBB-	50%	中国 コロンビア ハンガリー ポーランド	インドネシア コロンビア	タイ コロンビア	韓国 マレーシア タイ
BB+ ～ B-	100%	アルゼンチン ブラジル メキシコ ペルー フィリピン 南アフリカ トルコ ベネズエラ	ロシア	韓国 ロシア	コロンビア
B-以下	150%			インドネシア	インドネシア ロシア

Philip Turner [2000] "Procyclicality of Regulatory Ratios?"

である。これによって、落ち込んでいる景気がさらに悪化するというプロサイクリカリティの問題が生じる。この問題を解決する一つの方法は、常に起こりうる貸し出しによる損害をカバーするために十分な準備金を、好景気のときに確保しておくというものである。しかし、この方法が実用化されるためには、税制、証券取引法、銀行の経営などの改革が必要であり、簡単にはいかないといわれている。

第四の問題は、外部の格付け機関を過信することによって、リスク感応的な格付けが

なされていないということである。ターナーによると、アジア危機の場合、危機の最中に韓国、インドネシア、タイなどの通貨の大幅な格下げがなされたことが、危機をさらに悪化させる原因となった。格下げによって、途上国では、外国の銀行からの貸付ばかりでなく、国内の企業への貸付も影響された。さらに新規参入の国は、格付けが低くなされる傾向があるので、国によって不公平な格付けが横行するという。そして、少数の格付け機関を過信すると、その機関がある通貨を格下げすると、すべての

銀行がそれに従って貸し付けを減らすので、経済が一気に悪化する危険がある。この点で、それぞれの銀行独自の格付けを定着させるなど、リスク評価の分断化が望ましいとしている。また、長期的な視点をもった格付け機関を信用することが重要である。

そして最後の問題は、市場価格そのものが周期的であり、貸付機関が市場価格を反映すれば、自然に経済がプロサイクリカルになるということである。しかし、リスク感応的な格付けを行うためには、金融機関は市場価格を反映しなければならないので、ジレンマが起こる。この問題の解決は容易ではないが、景気の悪いときではなく良いときに監視を行うということと、金融機関が集団行動をとってますます経済を悪化させるのを防ぐという努力をする必要がある。

## VI. おわりに

以上、スティグリッツをはじめとするIMFの政策批判と、IMFによる反論について整理してきたが、主に金利の引き上げと緊縮財政の是非が論点になっていたように思う。この問題は、どちらが正しいとは一概に言えず、問題を掘り下げていくと、プロサイクリカリティーのような、根本的な問題に突き当たり、容易な解決策は期待できそうにない。今後、いかに経済の周期性に影響されにくい、より安定性のある金融システムを確立していくかが課題である。

また、IMFなどの国際機関に関して、スティグリッツの主張に共感できるところは、国家の経済事情はその国によって異なり、それぞれの国にあわせた政策が必要であるということである。そのためには、その国の特徴についての念入りの調査が求められ

るとともに、「当事国を運転席に座らせる」、つまりその国の内部から広く意見を求めることも重要である。IMFは国際的な機関であり、多数の国の共同出資で成り立っている機関である。その政策について、スティグリッツが著書の中で指摘しているような不透明性があるならば、改善が求められるだろう。よりオープンな機関になり、政策について広く意見を求めることによって、経済政策の改革が行われることが必要であると思う。

## 参考文献

- 毛利良一 [2001]『グローバリゼーションとIMF・世界銀行』 大月書店
- ローレンス・J・マッキラン、ピーター・C・モントゴメリー 編 森川公隆 監訳 [2000]  
『IMF 改廃論争の論点』 東洋経済新報社
- 服部正純 日本銀行 [2002]『通貨危機への対応策としての流動性供給の意義について—  
最近の理論および実証研究からのインプリケーション』  
at <http://www.imes.boj.or.jp/japanese/kinyu/2002/kk21-2-8.pdf>
- Joseph E. Stiglitz, [2002] “Globalization and its Discontents”  
(『世界を不幸にしたグローバリズムの正体』 鈴木主税訳 徳間書店)
- [1998] “More Instruments and Broader Goals: Moving Toward the Post Washington Consensus,”  
UN University/ WIDER Annual Lecture2, at the House of Estates in Helsinki on Jan.7, at  
<http://www.wider.unu.edu>
- John Williamson, [2002], “Review of Globalization and its Discontents,”  
available at <http://www.iie.com/papers/williamson0602.htm>
- IMF, [1999] “The IMF’s Response to the Asian Crisis,” available at  
<http://www.imf.org/external/np/exr/facts/asia.htm>
- [2000] “The Recovery from the Asian Crisis and the Role of the IMF,” available at  
<http://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/062300.htm>
- Kenneth Rogoff, [2002] “An Open Letter,” available at  
<http://www.imf.org/external/np/vc/2002/070202.htm>
- [2003] “The IMF Strikes Back,” available at  
<http://www.imf.org/external/np/vc/2003/021003.htm>
- Philip Turner, [2000] Bank for International Settlements CEPA Working Paper Series III  
“Procyclicality of Regulatory Ratios?” available at  
<http://www.newschool.edu/cepa/papers/archive/cepa0313.pdf>